



经济管理学术文库·经济类

创业风险投资研究： 基于福利效应分析的考察

Research on Venture Capital:
Based on Welfare Effect Analysis

金永红 / 著

非外借



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济管理学术文库·经济类

创业风险投资研究： 基于福利效应分析的考察

Research on Venture Capital:
Based on Welfare Effect Analysis

金永红/著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

创业风险投资研究: 基于福利效应分析的考察/金永红著. —北京: 经济管理出版社, 2018. 3

ISBN 978 - 7 - 5096 - 5689 - 1

I. ①创… II. ①金… III. ①风险投资—研究—中国 IV. ①F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 047878 号

组稿编辑: 张巧梅

责任编辑: 张巧梅

责任印制: 司东翔

责任校对: 董杉珊

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京玺诚印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 14.25

字 数: 215 千字

版 次: 2018 年 5 月第 1 版 2018 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 5689 - 1

定 价: 68.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

各国在创业风险投资的发展过程中，都得到了政府的大力扶持和干预，其中，以美国政府对创业风险投资的扶持和干预最为典型，也最为成功。从全球创业风险投资发展趋势看，政府对创业风险投资的直接参与是随着创业风险投资的发展成熟而逐渐减弱的，而代之以政府对创业风险投资的间接参与，比如政府担保等。在创业风险投资的成熟期，政府对创业风险投资的直接参与将降到非常低的水平，而主要以税收优惠等间接政策来干预创业风险投资行业的发展。

我国目前创业风险投资也得到了很大发展，因此政府也应该不断地减小直接参与的规模和程度，并逐渐增强间接干预的广度和深度。但是，目前我国政府资金直接参与的程度还是过大，而间接干预的力度和深度却远远不够。为了更好地促进我国创业风险投资的发展，更好地发挥创业风险投资在我国创新型国家建设和中小企业融资体系建设进程中的积极作用，我们需要充分认识政府干预创业风险投资的激励政策体系以及各种激励政策的作用机理，并据此设计和采取适合我国当前创业风险投资发展的政府干预创业风险投资激励政策体系。

我们在国内外学者研究的基础上，从经济学角度对政府参与和干预创业风险投资的理论依据、作用机制等展开了较为深入的讨论，并建立模型分析和求解政府参与和干预创业风险投资的税收激励政策体系、政府直接创业风险投资激励政策体系以及政府担保激励体系的作用与效果，进而得出一些相关的结论。本书研究的主要内容包括以下几个部分：



第一，本书主要论述了政府与创业风险投资的关系问题。我们详细地分析了创业风险投资市场的信息不对称、外部效应和市场失灵等方面，从理论上为政府参与和干预创业风险投资问题提供理论依据和经济学解释，并简要论证政府参与创业风险投资的必要性。我们对政府支持创业风险投资的政策工具进行了分类，并对政府支持创业风险投资发展的财税政策和非财税措施进行了论述，还分析了政府干预创业风险投资的局限性。

第二，本书比较详细地阐述了美国、欧洲和亚太主要国家和地区的政府在扶持和干预创业风险投资方面的经验和借鉴。同时，又用丰富的数据论证了国外主要国家政府扶持和干预创业风险投资在推动经济发展、促进就业、创造社会财富和推动技术创新等方面的效应。

第三，本书对我国创业风险投资发展进行了较为全面的现实考察。我们总结了我国创业风险投资业的发展历程，并运用比较详细的数据分别对我国创业风险投资业的总体状况、投资经营状况、退出及其绩效分析进行了统计分析，还根据统计分析的结果对我国创业风险投资发展存在的问题进行了较为深入的剖析。

第四，本书通过国内外创业风险投资供给和需求方面的丰富的数据对创业风险投资供需状况进行了详尽的分析，随后建立了一个创业风险投资市场的基本供需模型，并对模型中的需求曲线和供给曲线的参数及影响因素进行了初步的探讨。

第五，本书讨论了政府直接创业风险投资及政府担保、补贴和政府采购方式等对创业风险投资的福利效应。我们先主要研究了政府直接投资对创业风险投资的福利效应问题，内容包括政府直接创业风险投资效应的理论分析、境外政府直接创业风险投资的现实考察、我国政府直接创业风险投资的现状与问题，并建立了一个政府直接创业风险投资的模型，进行了求解和分析。随后我们研究了政府担保、补贴和政府采购等间接方式对创业风险投资的福利效应问题，内容包括政府担保、政府补贴及政府采购的概念、境外的实践分析、我国创业风险投资中政府担保、补贴和政府采购的困境分析。

第六，本书根据前面的研究结果，设计构建了政府参与创业风险投资的激励

政策体系。我们先后讨论设计了政府干预创业风险投资的整体框架、政府直接创业风险投资体系、其他政府参与创业风险投资的激励政策体系（包括创业风险投资担保基金运作体系设计、创业风险投资政府补贴激励政策体系设计、创业风险投资政府采购激励政策体系设计等）等。

本书通过深入的理论研究和模型研究，得到了较为丰富的研究结论，因而具有一定的理论探索意义和学术价值。本书还对国内外政府参与和干预创业风险投资的实践进行了一定深度的实证研究，并根据理论研究、实证研究和模型研究的结果，初步构建了一个我国政府参与和干预创业风险投资的激励政策体系设计，因而本书的研究也具有一定的实践指导意义和应用价值。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景和意义	1
第二节 创业风险投资相关理论研究	4
第三节 国内外研究现状	10
第四节 研究内容与框架	17
第二章 政府与创业风险投资的关系研究	20
第一节 引言	20
第二节 政府介入创业风险投资的理论依据与经济学解释	21
第三节 政府介入创业风险投资的福利效应分析	35
第四节 政府支持创业风险投资的政策工具与激励政策体系	40
第五节 政府扶持创业风险投资发展的非财税措施	42
第六节 政府干预创业风险投资的局限性分析	48
第七节 本章小结	52
第三章 创业风险投资基本供需模型研究	54
第一节 引言	54



第二节	创业风险投资基本供需模型	55
第三节	两种政策分析	60
第四节	曲线的斜率——两种政策的有效性分析	67
第五节	本章小结	70
第四章	税收政策对创业风险投资的福利效应分析	72
第一节	引言	72
第二节	创业风险投资的税收激励效应	73
第三节	创业风险投资的税收激励体系构成	80
第四节	境外创业风险投资税收政策的现实考察	86
第五节	我国创业风险投资税收政策现状	93
第六节	本章小结	99
第五章	政府直接投资对创业风险投资的福利效应分析	102
第一节	引言	102
第二节	政府直接投资创业风险投资的理论分析	103
第三节	境外政府直接投资风险投资的现实考察	105
第四节	我国政府直接投资的现状与问题	111
第五节	政府创业引导基金的福利效应分析	116
第六节	发展政府创业引导基金的一些建议	119
第七节	本章小结	120
第六章	政府其他激励措施对创业风险投资的福利效应分析	122
第一节	引言	122
第二节	创业风险投资中的政府补贴分析	123
第三节	创业风险投资中的政府采购分析	127
第四节	创业风险投资中的政府担保分析	133



第五节 境外政府扶持创业风险投资发展的效应分析	137
第六节 本章小结	152
第七章 政府参与创业风险投资的主要激励政策设计	154
第一节 引言	154
第二节 政府干预创业风险投资的整体框架设计	155
第三节 创业风险投资税收激励政策设计	165
第四节 政府直接创业风险投资模式设计	187
第五节 政府参与创业风险投资的其他激励政策设计	191
第六节 本章小结	195
第八章 结语	198
参考文献	204

第一章 绪论

第一节 研究背景和意义

自现代意义上的创业风险投资于 1946 年在美国诞生以来，经过半个多世纪的风风雨雨，创业风险投资从星星之火发展到现在，已经成为在各国中小企业融资体系甚至国家创新体系中占据重要地位的一种投融资制度安排。

由于创业风险投资一般将资金投入到风险较高的处于初创阶段的风险企业，投资失败的风险很大，但一旦成功，投资机构获利的空间也会很大，因此也就决定了创业风险投资与一般的投资形式相比具有高风险、高收益的特征。简单来说，创业风险投资就是从投资者、创业风险投资机构到风险企业的一个资金链条。投资者之所以愿意将资金交给创业风险投资机构来投资，而创业风险投资机构之所以愿意将资金投入风险企业，其最终的目的就是通过对风险企业的高风险的追逐，从而获得超出一般投资的收益。也就是说，追逐利润是创业风险投资之所以产生和存在的根本原因和动力。因此，从本质上来说，创业风险投资是一种具有半公共产品性质的商业性投融资活动。

在各国创业风险投资的发展过程中，风险投资行业大多都得到了各国政府的



大力扶持和干预，其中以美国政府对创业风险投资的扶持和干预最为典型，也最为成功。美国政府对创业风险投资的干预行为中影响最为直接也最为人们所关注的主要有两种：一种就是 1978 年美国的《收入法》（*Revenue Act*）将资本利得税率从 49.5% 降到 28%，使 1978 年美国的创业风险投资承付资金比 1977 年增加了 10 倍左右；另一种是美国根据国会颁布的《小企业投资法》而设立起来的众多小企业投资公司（SBICS），由小企业管理局颁发许可证，专门向规模较小的新兴高技术企业投资。SBICS 的投资方每向被投资企业投入 1 美元，就可以获得小企业管理局（SBA）提供的 4 美元低息贷款，并可以享受特定的税收优惠。美国的小企业投资公司制度对美国创业风险投资在初期的迅速发展起到了非常明显的促进作用。

为什么商业性投融资活动的创业风险投资需要政府的干预呢？而且政府的干预一般来说还都取得了比较明显的促进作用呢？

国内外一些研究者的研究成果已经向我们揭示出信息不对称问题在创业风险投资活动中普遍存在，尤其是在创业风险投资机构 and 风险企业之间的信息不对称更为严重。另外，被投资风险企业大多是高新技术企业，其技术和产品具有较强的外部性。信息不对称和外部性以及其它一些因素共同导致了创业风险投资市场的市场失灵，这些问题是创业风险投资自身所无法也无力矫正的，这就为政府的介入和干预提出了需求并提供了空间。

我国的创业风险投资实践最早可追溯至 20 世纪 80 年代中期，而且从一开始政府就给予了大力的关注和扶持。但由于在起步阶段我国的创业风险投资遇到了很多挫折，表现出了极高的风险，但收益却没有相应地提高，因此商业性的民营资本介入非常谨慎，所以在较长的一段时期内，我国创业风险投资的规模和实力都非常小，政府资金占据其中很大的比例。而且由于创业风险投资的规模很小，因此政府基本没有针对创业风险投资行业出台相应的优惠激励政策，只是通过针对高新技术企业出台的优惠政策，对创业风险投资行业有所惠及而已。

进入 21 世纪以来，随着世界创业风险投资业从网络股泡沫破灭的深渊中逐渐复苏，我国创业风险投资行业也得到了很快的发展。我国商业性民间资本也对



创业风险投资表现出了较高的兴趣，因此政府资金开始逐渐退出，在创业风险投资中所占的比重也有一定的下降。政府也针对创业风险投资出台了一些相关的优惠政策。但总的来说，从我国现阶段创业风险投资的发展阶段来看，政府直接创业风险投资的退出速度依然较慢，其退出的程度也还不够，政府所出台的针对创业风险投资的优惠政策措施还远远不能适应我国创业风险投资实践的发展。

从全球创业风险投资发展趋势看，政府对创业风险投资的直接参与是随着创业风险投资的发展成熟而逐渐减弱的，而代之以政府对创业风险投资的间接参与，比如税收优惠政策、政府担保等。到创业风险投资的成熟期，政府对创业风险投资的直接参与将降低到非常低的水平，而主要以税收优惠等间接政策来干预创业风险投资行业的发展。我国目前创业风险投资的发展虽然还没有到成熟的阶段，但近年来也得到了很大的发展，因此政府对创业风险投资参与和干预的总趋势也应该是：不断地减小直接参与的规模和程度，逐渐增强间接干预的广度和深度。但是我们政府参与和干预创业风险投资的现状是：政府资金直接参与的程度还是过大，而间接干预的力度和深度也还远远不够。

根据以上分析，为了更好地促进我国创业风险投资的发展，以及更好地发挥创业风险投资在我国创新型国家建设和中小企业融资体系建设进程中的积极作用，我们应积极调整和改变政府参与和干预创业风险投资的重点、方式和结构，不断降低政府直接参与创业风险投资的规模和程度，以及不断加强政府间接干预创业风险投资的广度和力度，更多地采取以税收优惠激励体系和政府引导基金、政府担保等相结合的间接干预政策体系，为吸引和鼓励更多的民间资金进入创业风险投资行业创造良好的条件，为促进我国创业风险投资业更好更快地发展提供有力的支撑。

我们希望通过政府对参与和干预创业风险投资的激励政策体系进行较为深入的理论研究、实证研究和模型研究，探讨政府参与和干预创业风险投资的激励政策体系的构建和作用机制问题，得出若干有意义的结论，并对现阶段我国政府参与和干预创业风险投资的激励政策体系展开较为全面和深入的分析和探讨，设计一套我国政府参与和干预创业风险投资的激励政策体系，供有关部门参考，也供



相关学者批评、探讨。

我们在国内外学者研究的基础上，从经济学角度对政府参与和干预创业风险投资的理论依据、作用机制等展开了较为深入的讨论，并建立模型分析和求解政府参与和干预创业风险投资的税收激励政策体系、政府直接创业风险投资激励政策体系以及政府担保激励体系的作用与效果，并得出一些相关的结论。因此我们的研究工作具有一定的理论探索意义。

我们还对国内外政府参与和干预创业风险投资的实践进行了一定深度的实证研究，并根据理论研究、实证研究和模型研究的结果，初步构建了一个我国政府参与和干预创业风险投资的激励政策体系设计，因而我们的研究也具有一定的实践指导意义和应用价值。

第二节 创业风险投资相关理论研究

创业风险投资这一行业从现代意义上来说，产生于 20 世纪 40 年代。但如果从更宽泛的意义上来说，则历史更为悠久。在人类历史上，创业活动由来已久。有很多创业者的创业活动需要大笔资金，但创业者自己又一时无法拿出这么多资金。虽然许多创业者利用银行贷款或其他渠道筹措资金，但初创的企业缺乏用以担保的有形资产，并且可能要承受多年的负收益甚至前途未卜，所以这类创业活动的融资渠道非常稀缺，需要寻求其他愿意承担高风险的资金渠道。对于这一问题的解决方案，甚至可以追溯到古巴比伦汉谟拉比时代的巴比伦合伙制度。风险投资是这些高风险、潜在高收益的项目融资问题的解决方案之一。这正是创业风险投资这一独特投融资模式产生的逻辑起点和理论基础（保罗·冈珀斯等，2002）。

我国在 1984 年才引入风险资本投资的概念，对创业风险资本的阐述也都大同小异，与国外相关权威机构和创业风险投资研究者在定义创业风险投资时一



样，都强调了创业投资高风险、高回报的特点。

一个完整的创业风险投资运作流程可以分为以下四个阶段：筹资阶段、投资阶段、管理阶段和退出阶段。在筹资阶段，创业风险投资家从投资者那里筹集风险资本，组成创业风险投资基金或创业风险投资公司；在投资阶段，创业风险投资家完成对创业企业的初步筛选、审慎调查、价值评估，最后与创业企业谈判并签订相关投资协议，并以普通股、优先股、次级债务、金融租赁等多种形式将风险资本投入创业企业；在管理阶段，创业风险投资家通过参加被投资企业董事会、协助参与制定被投资企业的战略决策、利用自身资源帮助被投资企业进行后续融资等方式对被投资企业进行增值管理；在退出阶段，创业风险投资家根据创业企业的经营状况，分别采取 IPO 上市、收购与兼并、清算等方式退出被投资的创业企业，并将投资收益继续投资或者分配给创业风险投资公司（基金）的投资人（安实等，2005）。

下面我们将以完整的创业风险投资循环四阶段的理论为主，对创业风险投资理论发展的脉络进行简要的梳理和总结。

一、创业风险投资的筹资理论

创业风险投资的资本来源渠道很多，不同国家的创业风险资本来源构成也不尽相同。但总体来说，其来源渠道主要包括养老基金、政府、公司、银行、保险公司、捐赠基金、个人和家庭等。根据美国风险投资协会的统计，在美国创业风险投资的资本来源主要是养老基金，占据了超过一半的份额。而在我国，来自政府和企业的资金所占比重则较大。

影响创业风险投资业筹资水平的因素有很多。资本的供给是指机构投资者或个人投资者等资金富余方对企业等资金短缺方提供资本支持的相对意愿。另外，有好的创意并且需要资金支持的创业者人数决定了对风险资本的需求。Poterba (1989) 还通过一个正式的模型，指出税率的下降对公司雇员的创业意愿有重要的影响，因而增加了对风险资本的需求。这种由于更大量的创业活动引起的资本需求会进一步导致更多创业风险资本的筹集（冯冰等，2015）。



Jensen (1991) 及 Sahlman 和 Stevenson (1986) 讨论了创业风险投资基金筹资的显著的周期性。他们认为, 投资市场如创业风险资本市场中的机构投资者倾向于过度投资或投资不足, 并指出这种明显的非理性的投资方式可以用来解释基金募集中的剧烈变化。

现有研究表明, 网络地位除了对风险投资机构的投资行为和投资结果具有重要影响之外, 对创业风险投资的筹资行为也存在一定影响。由于网络地位具有发送内在质量信号的功能, 因此在相同时间段内, 网络地位高的创业风险投资会被投资者和创业企业家视为内在质量高的创业风险投资。创业企业家也更愿意从网络地位高的风险资本中寻求融资。从而在相同时间段内, 网络地位高的创业风险投资往往更容易筹资。而且在所有筹资的创业风险资本中, 网络地位高的风险资本更有可能跨区域筹资 (王凤, 2016)。

其他一些因素也会影响风险投资基金的筹资结果, 比如, 法律法规的变动、基金的业绩等。已有基金的高回报率对吸引新的创业风险资本投入显然作用巨大。这些回报很大程度上是由首次公开上市 (IPO) 市场推动的。最有利可图的退出机制就是首次公开发售。风险经济学 (Venture Economics) 公司 (1998) 的一份研究指出, 对一家上市公司投资 1 美元, 平均持有 4.2 年, 得到的平均现金回报比原始投资额高出 1.95 美元 (保罗·冈珀斯等, 2002)。

Jeng 和 Wells (2000) 观察了 21 个国家中影响创业风险资本筹集的因素。他们发现, IPO 市场的强弱是决定创业风险投资筹资活动的重要因素。他们还发现, 首次 IPO 市场似乎对专门投资于早期阶段企业的基金的影响没有对专门投资于晚期阶段企业的基金大。

创业风险投资行业的发展使得参与主体也越来越多元化。大公司参与风险投资的现象变得越来越普遍, 国内外著名的大公司如微软、IBM、英特尔、联想、宝钢等都在旗下设立了子公司或附属机构专门从事创业风险投资, 这类风险投资机构一般被称为公司风险投资 (Corporate Venture Capital) 机构。Franzke (2001) 指出, 除了传统的风险投资机构的成功要素外, 公司风险投资需要具备以下三项要素才能成功: 一是科学的风险投资结构设计; 二是合理的风险投资机



构的投资程序；三是行之有效的对风险投资管理层报酬与激励机制（安实等，2005）。

决定创业风险投资资本筹集的一个不容忽视的问题就是创业风险投资机构的合理组织形式。Lerner 和 Gompers（2001）对有限合伙协议的主要条款进行了总结，把主要的协议条款归为三类：一是关于有限合伙制企业风险投资基金的组成与结构；二是关于风险投资家可以从事和不能从事的活动；三是关于风险投资家的报酬问题。

二、创业风险投资的投资理论

很多现实因素的存在限制了那些最具有盈利潜力和竞争力的企业利用资本的能力。不确定性、信息不对称、企业资产的性质以及相关金融和产品市场的条件，这四个因素决定了一个企业所面临的融资选择。然而，随着企业的发展，这些因素也会发生迅速的变化。在任何情况下，公司动态调整的能力都是竞争性优势的一个重要源泉，也是资金提供者面临的主要问题（保罗·冈珀斯等，2002）。

Jensen 和 Meckling（1976）指出，经理人与投资者之间的冲突会影响债务和权益资本持有者提供资本的意愿。如果企业从外部投资者处取得权益资本，因为他可以从中谋利而不必承担全部成本，那么经理人就有了进行浪费性开支的动因。外部风险资本提供者意识到这些问题，所以外部投资者要求的回报率要比使用内部自有资金的情况下高很多。即使经理人的动机是使股份持有者的价值最大化，信息不对称问题仍有可能使外部融资代价高昂，甚至完全阻止了外部融资。许多研究确已证明当宣布发行新股份时，股票价格往往会下降。这主要是由于新股发行向市场所传递的负面信号所导致的（保罗·冈珀斯等，2002）。

黄福广等（2014）发现，“本地偏好”是风险投资机构对新企业进行投资所表现出来的一个重要现象，背后的原因则是风险投资对不同环境下的风险和收益进行权衡的结果。由于特殊的风险和交易成本，地理距离不仅影响风险资本的投资方式，还影响风险资本的投资后管理。

创业风险投资最常见和突出的特征之一就是在各个阶段分配投资。企业的前



景被定期地重新评估。单个轮次融资存续期越短，创业风险投资家对创业者进度的监控就越频繁，其收集信息的要求就越大。分阶段资本投入对所有者或经理人是一种有效约束，因为风险资本融资谈判和组合的成本较大，所以资金分阶段提供减少了低劣决策所造成的潜在损失（保罗·冈珀斯等，2002）。

创业风险投资行为中最重要的一项就是创业风险投资家需要与创业企业家签署投资协议。就本质而言，投资协议的实质就是控制权的分配。Kaplan 和 Stromberg（2003）研究了 14 家风险投资机构向 119 家创业企业所作的 213 次风险投资活动中所签署的投资协议，并指出，创业风险投资家往往同时使用上述条款来加强特定情况下对创业企业的控制（安实等，2005）。

三、创业风险投资的投资后管理理论

创业风险投资与一般投资的一个重要区别就是，一般投资对企业的投入主要是资金，而创业风险投资对创业企业的投入不仅有资金，而且还有投入管理经验和实践。因此，创业风险投资中的投资后管理就成为创业风险投资循环中的一个重要环节，也自然成为创业风险投资理论研究中的一个重要内容。

Kaplan 和 Stromberg（2001）认为，投资前的慎重调查、签署投资协议和投资后管理是创业风险投资家降低代理成本的三项主要措施。他们指出，在两轮投资之间，主要创业风险投资家平均每月到企业视察一次，每次逗留 4~5 小时。非牵头风险投资家一般每季度到企业视察一次，每次平均 2~3 小时。创业风险投资家还要求提供月度财务报告。

大部分学者的研究都认可创业风险投资家的参与对被投资企业具有积极的促进意义。创业风险投资家作为企业监控者的一个重要表现形式就是参与董事会。在某些情况下，创业风险投资家迅速终止了与上市企业的关系；但是创业风险投资家把企业股份分配给基金的有限合伙人之后仍担任企业董事的例子也相当多。保罗·冈珀斯等（2002）考察了对企业管理者进行严密监控的创业风险投资家在企业 CEO 更替前后，创业风险投资家的代表权增加了。他们还考察了创业风险投资方董事的地理邻近性。由于监控是有成本的，所以创业风险投资家会通过监